

COMPANY ANALYSIS

BUY

Stock Price

목표주가	31,400원
현재주가	18,640원
상승여력	68.5%

Stock Information

시가총액	2,918억원
발행주식수	1,616만주
유동주식비율	76.57%
52주 최고가	24,150원
52주 최저가	13,530원
외국인 지분율	9.22%
KOSPI	2610.3
KOSDAQ	781.0

Valuation Wide

Multiple	2023	2024E	2025E
P/E	23.1	6.1	5.8
MKT P/E	151.47	24.95	N/A

Share Performance

주가상승률	1M	3M	12M
절대주가(원)	-1.1%	-12.6%	+16.8%
상대주가(원)	+3.7%	+7.0%	+27.0%

Price Trend



KUVIC Research Team 4

메일 kuvic_korea@naver.com

팀장	41기 Senior 지성준
팀원	41기 Senior 박성진
	41기 Senior 박수빈
	41기 Senior 박유병
	41기 Senior 허재원

Who We Are



토비스 (051360)

전장으로 777 잭팟

Key Point

카지노 디스플레이의 강자인 동사는 어느새 전장 디스플레이의 강자 자리까지 노리고 있다. 2Q24 매출액 1,627억 원(YoY +58%), 영업이익 160억 원(YoY +108%)으로 매출과 영업이익 모두 **서프라이즈**를 기록하였다. 전장 부문이 빠르게 턴어라운드 했고 안정적인 카지노 모니터 성장과 자회사의 뛰어난 수익성이 뒷받침되면서 시장의 기대를 뛰어넘는 실적을 보여주었다.

동사의 실적은 일회성이 아니다. 하방을 받쳐주는 카지노 모니터에 스텔란티스와 콘티넨탈을 신규 고객사로 확보하면서 동사의 기술력 및 레퍼런스를 증명한 상방 전장 부문으로 동사는 다시 한번 스텝업 할 전망이다.

2025F 매출액 7,783억, 영업이익 1,008억 전망

2024년 동사의 매출액은 6,668억 원(YoY +49.0%), 영업이익 605억 원(YoY +135.8%)을 전망한다. 예상을 뛰어넘는 성장세를 보여주는 전장 부문은 매출 3,659억 원(YoY +108.7%)을 달성하면서 외형 성장을 이끌 전망이다. 본업 카지노 모니터 또한 매출 2,629억 원(YoY +5.3%)으로 견조한 흐름을 보여줄 것이다.

2025년 동사의 매출액은 7,783억 원(YoY +16.7%), 영업이익 809억 원(YoY +33.8%)을 전망한다. 신규 고객사 확보 및 디스플레이 시장 성장으로 전장 부문은 다시 한번 점프업 할 전망이며 매출 4,386억 원(YoY +19.9%)을 전망한다. 기타 매출 또한 자회사 글로벌테크의 성장에 힘입어 매출 538억 원(YoY +41.6%)을 기록할 것이다.

픽아웃 우려를 불식시키는 오프라인 카지노 증가세에 따라 카지노 모니터의 교체수요와 신규수요가 동반 성장하는 동시에 전장에서는 이원화된 Capa를 바탕으로 본격적으로 가동률을 올려가면서 영업 레버리지 효과 또한 낼 것이다. 금상첨화로 전기차 화재에 따른 수혜를 받을 글로벌테크까지 동사는 슬롯머신에서 777 잭팟을 터트릴 예정이다.

투자 의견 'Buy', 목표주가 '31,400원'

Historical PER Valuation에 따른 멀티플 8.5배를 적용하여 2025E 목표주가 31,400원, 투자 의견 'Buy' 제시한다. 이전 3개 분기 연속 실적 서프라이즈를 내면서 기대감을 받았던 12 fwd PER을 반영하여 Target Multiple로 반영하였다. 동사의 현재 주가는 25년 예상 실적 기준 5배에 불과하다. 저평가 구간이라고 판단된다. 향후 추가 고객사 확보 및 실적 추정치 상향에 따라 밸류에이션 확대될 구간도 남아 있다.

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	328	447	667	778	823
YoY (%)	24.6	36.3	49.2	16.7	5.7
영업이익 (십억원)	7	26	60	81	88
YoY (%)	(899.2)	264.5	135.8	33.8	8.9
영업이익률 (%)	2.1	5.7	9.1	10.4	10.7
당기순이익 (십억원)	-5.0	12.9	44.0	59.7	65.2
EPS (원)	-304	713	2,719	3,692	4,036
P/E (배)	-31.2	23.0	6.9	5.0	4.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC Research N팀

표 1. 요약손익계산서

단위: 백만 원	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액_Bear	328,219	447,392	666,826	764,797	784,836
YoY%	24.6%	36.3%	49.0%	14.7%	2.6%
매출액_Base	328,239	447,392	666,826	778,297	822,835
YoY%	24.6%	36.3	49.0%	16.7%	5.7%
매출액_Bull	328,239	447,392	666,826	835,138	923,414
YoY%	24.6%	36.3%	49.0%	25.2%	10.6%
분야별 매출					
산업용 모니터					
수출	182,385	246,221	257,493	279,703	304,917
내수	5,713	3,491	5,401	6,103	6,897
소계	188,098	249,712	262,894	285,806	311,814
yoy (%)	39.6%	32.8%	5.3%	8.7%	9.1%
TFT-LCD 모듈_Bear	121,714	175,307	365,896	425,143	433,050
yoy (%)	26.6%	44.0%	108.7%	16.2%	1.9%
TFT-LCD 모듈_Base	121,714	175,307	365,896	438,643	471,048
yoy (%)	26.6%	43.0%	108.7%	19.9%	7.4%
TFT-LCD 모듈_Bull	121,714	175,307	365,896	495,484	571,623
yoy (%)	26.6%	43.0%	108.7%	35.4%	15.4%
기타					
글로벌드텍	0	7,325	25,737	43,795	31,755
그외	18,407	15,046	12,299	10,053	8,217
소계	18,407	22,371	38,036	53,848	39,972
yoy (%)	-43.4%	21.5%	70.0%	41.6%	25.8%
영업이익	7,040	25,656	60,489	80,943	88,185
OPM(%)	2.1%	5.7%	9.1%	10.4%	10.7%
금융수익	14,601	12,963	12,963	12,963	12,963
금융비용	24,318	17,280	17,280	17,280	17,280
기타수익	1,857	2,645	2,645	2,645	2,645
기타비용	1,105	2,260	2,260	2,260	2,260
법인세비용차감전순이익	-2,326	15,687	56,556	77,010	84,253
법인세비용	2,633	2,791	12,602	17,327	19,000
당기순이익	-4,959	12,896	43,954	59,683	65,252
NPM(%)	-1.5%	2.9%	6.6%	7.7%	7.9%

CONTENTS

I. 산업분석	4
카지노? 카... 짝이네	4
사이클 넘어 시장 확대의 시기로	5
쉴! 전장 디스플레이는 성장 중	6
시켜줘, 전기차 명예 소방관	8
II. 기업분석	9
기업개요	9
사업부 분석	10
경쟁사 분석	12
매출재무 분석	13
주가추이 분석	14
III. 투자 Point	15
카지노 디스플레이 피크아웃, 돈워리어바웃	15
전장 디스플레이 고객사 확보 및 CAPA증설로 인한 수혜	16
자회사 글로벌드텍 전기차 관련 이슈 수혜	16
IV. 투자 Risk	18
온라인 카지노의 성장	18
V. Valuation	19
매출 추정 논리	19
비용 추정 논리	22
Valuation Method : Historical PER Method	24

I. 산업분석

카지노? 카... 칵이네

카지노 산업의 부활을 알리는
복합 리조트

글로벌 카지노 산업은 코로나 팬데믹으로 인해 여행 및 유흥 수요가 줄어들자, 일시적으로 큰 타격을 받은 바 있다. 그러나 팬데믹이 종식된 후 조금씩 회복해 나가기 시작하여, 최근 **규제 완화와 관광 산업 호조**에 힘입어 빠르게 반등 중이다. 아시아 및 북미 시장에서는 호텔, 쇼핑몰, 컨벤션, 공연장과 카지노를 융합한 **복합 리조트(IR)**가 떠오르면서 오프라인 카지노에 대한 수요가 급증하고 있다.

떠오르는 블루오션, 아시아

특히 개발도상국에서 카지노 합법화 및 규제 완화가 다발적으로 이루어지면서 새로운 시장이 형성되고 있다. **자국 경제 활성화 방안**으로 정부 차원에서 카지노 산업을 장려하고 있어 해당 산업을 주요 고객으로 두는 기업들에 대한 수요가 점차 확대될 전망이다. 2030년에는 약 15만 평 부지의 오사카 복합 리조트가 개장될 예정이고, 태국과 베트남 등 동남아시아 국가들에서는 5년 이내에 대형 복합 리조트와 카지노 산업을 발전시키는 계획을 발표하여 **아시아 권역에서 카지노 산업의 새로운 격전**이 예상된다. 2023년 2,907억 달러 규모의 카지노 시장은 2024년 약 3,095억 달러까지 성장할 것으로 예상되며, 2032년에는 5,116억 달러에 이를 전망이다.

그림 1. 글로벌 카지노 및 온라인 도박 시장 규모 (단위: 십억달러)

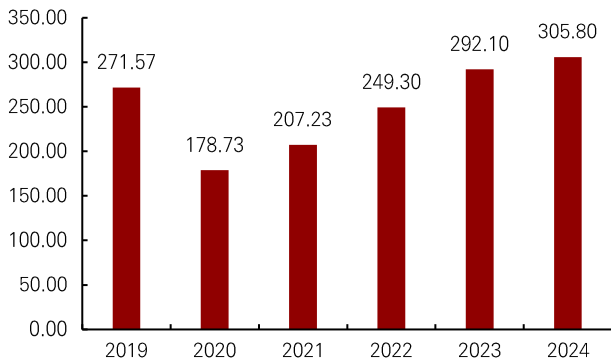
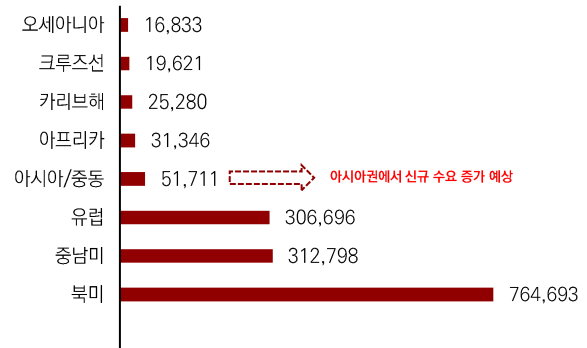


그림 2. 2023년 지역별 슬롯머신 대수 (단위: 대)



자료: IBISWorld, KUVIC 리서치 4팀

자료: Statista, KUVIC 리서치 4팀

24시간이 모자라

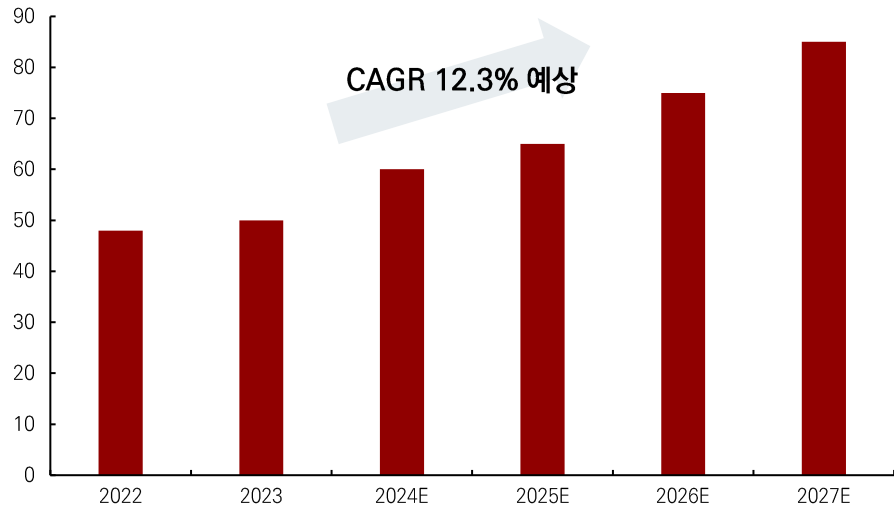
카지노 디스플레이 산업이 가지고 있는 가장 큰 특징은 **꾸준한 교체 수요**가 하방을 받쳐준다는 점이다. 도박에는 밤낮이 없다. 카지노 게이밍 기기는 한순간도 꺼지지 않고 24시간 내내 가동되기 때문에 빠르게 마모되어, 교체 주기가 2~3년으로 다른 디스플레이에 비해 짧은 편이다. 더불어 빠르게 업데이트되는 게임 트렌드에 발맞추기 위해 카지노 업장은 신규 게임을 플레이 할 수 있는 머신을 꾸준히 들여와야 한다. 이렇게 매년 발생하는 슬롯머신 교체 수요는 약 30만대로, 전체 슬롯머신 기기의 약 10% 수준이다.

필연적인 슬롯머신 디스플레이의
수요 증가

카지노 디스플레이 산업의 주기성만큼이나 눈 여겨 봐야하는 것은 카지노 업장 자체가 갖는 **유흥적인 특질**이다. 카지노는 주로 유흥이 발달한 관광 도시에 위치하여 식음료 서비스를 동반한다. 카지노를 방문한 고객들은 술, 음료 등을 마시며 게임을 진행하는데, 이때 고객이 음료나 주류를 슬롯머신에 쏟아 기계 고장을 일으키는 사고가 빈번하게 발생한다. 고객의 만족도와 운영의 효율성을 위해서 카지노 업장은 고장 기계를 빠르게 교체·수리할

필요가 있어 복합 리조트에 들어서는 카지노 업장의 수가 늘어날 때, 디스플레이의 수요도 증가할 수밖에 없다. 카지노 디스플레이 시장은 2021년 대비 2023년 약 3배 성장하였으며, **꾸준한 교체 수요와 새로운 시장의 개화**를 발판 삼아 지속적으로 우상향 할 전망이다.

그림 3. 글로벌 슬롯머신 시장 규모 전망 (단위: 십억 달러)



자료: 옴디아, Technavio, KUVIC 리서치 4팀

사이클 너머 시장 확대의 시기로

호재에 이은 호재

과거 디스플레이 시장은 주로 교체 주기 내에서 수요가 발생하였으나, 최근 디스플레이 기술의 발전을 동력으로 시장 전체가 지속적으로 성장하는 추세다. 새로운 기술의 도입이 소비자들에게 더 **다양한 기능과 인상적인 경험**을 제공하면서 기존 제품의 교체를 촉진하고 있다. 특히 프리미엄 제품군(커브드 디스플레이와 OLED 디스플레이)의 등장은 **새로운 수요를 한층 가속화하는 촉진제**가 되며, 단순한 교체 주기에서 발생하는 수요를 넘어 전반적인 시장 확장을 이끌고 있다.

1. 사장님 도박은 프리미엄 디스플레이로 하셔야 합니다

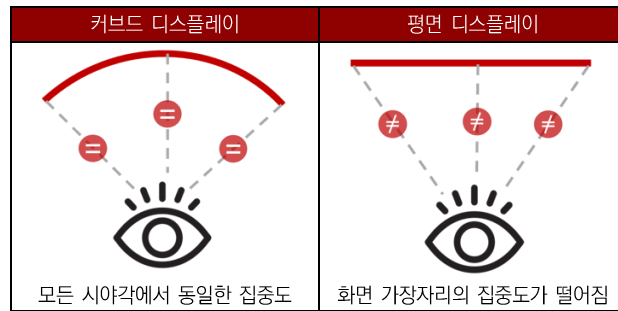
비싼 값을 하는 커브드 디스플레이

카지노 산업은 그 특성상 **매체의 몰입감과 시각적 효율성**이 중요히 여겨지는데, 이에 가장 적절한 매체를 꼽자면 바로 **커브드 디스플레이**이다. 커브드 디스플레이는 고해상도 및 광시야각 패널을 적용하여 인간의 시야를 보다 자연스럽게 감싸는 디자인으로 화면 왜곡을 최소화하여 기존 평면 디스플레이 대비 몰입감을 극대화하고, 장시간 화면을 주시해야 하는 환경에서 피로도를 낮추는 효과가 있다. 이와 같은 커브드 디스플레이의 성능으로 사용자의 시각적 경험은 크게 개선되어 기존 평면형 디스플레이보다 두 배 가량 높은 가격에도 불구하고 교체 수요가 크게 증가하여 현재 카지노 시장 전체에서 커브드 디스플레이가 차지하는 비중은 무려 **40%**에 육박하는 수준이다.

디스플레이는 다다익선

또한 게임 산업에서 **일반화된 멀티 디스플레이 시스템**이 최근 카지노 산업에도 유사하게 적용되고 있다. 따라서 하나의 기기에 여러 대의 커브드 디스플레이가 탑재되며 수요가 빠르게 확산되는 추세다. 기기 한 대당 다수의 디스플레이를 설치할 수 있게 되며 **Q 상승과 동시에 ASP의 상승**까지 기대해 볼 수 있다.

그림 4. 평면, 커브드 디스플레이 차이



자료: 삼성 디스플레이, KUVIC 리서치 4팀

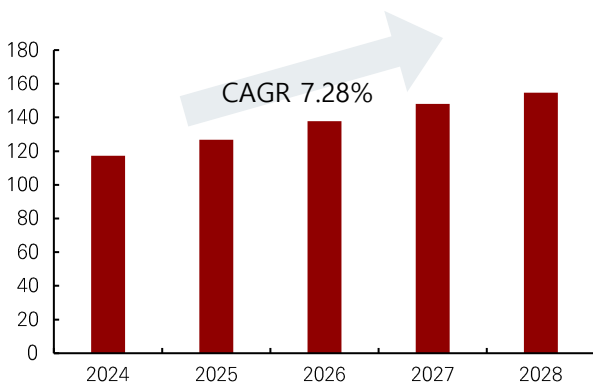
쉴, 전장 디스플레이는 성장 중!

1. PQ의 동반성장

인포테인먼트 시스템은 선택이 아닌 필수

차량 내부 디스플레이 기술은 지난 몇 년간 기존 아날로그 게이지의 단순한 시스템에서 디지털 디스플레이로 전환되며 발전을 거듭해왔다. 차량 내부 디스플레이 수요는 스마트폰 및 기타 장치와 자동차를 연결하는 **인포테인먼트 시스템**이 핵심 동력으로 작용하며 나날이 증가하고 있다. 인포테인먼트 시스템은 음악, 네비게이션, 전화 및 기타 앱을 차량 내 정보 안내 디스플레이(CID)에 미러링하여 운전자가 안전을 확보하면서도 주행 중 다양한 기능 이용할 수 있게 해준다. 스마트폰과의 통합, 음성 인식 기능, 그리고 다양한 연결성을 제공할 수 있다는 장점 덕분에 인포테인먼트 시스템은 사용자들에게 더욱 매력적인 경험을 제공하며 차량 구매 시 중요한 고려 요소로 작용하고 있다. 이 외에도 계기판(Cluster), 헤드업 디스플레이(HUD) 및 뒷자석 엔터테인먼트 등 차량 내 디스플레이가 탑재되고 있는 위치가 늘어나고 있어 다양한 전장 디스플레이에 대해 수요 증가가 계속될 전망이다. 2024년 글로벌 차량용 디스플레이 시장의 규모는 117억 달러에서 2028년 155억 달러까지 성장하며 저변을 확대할 것으로 예상된다.

그림 5. 글로벌 차량용 디스플레이 시장 규모 (\$ 억)



자료: 옴디아, TheJoongAng, KUVIC 리서치 4팀

그림 6. 전장 디스플레이 탑재 가능 위치

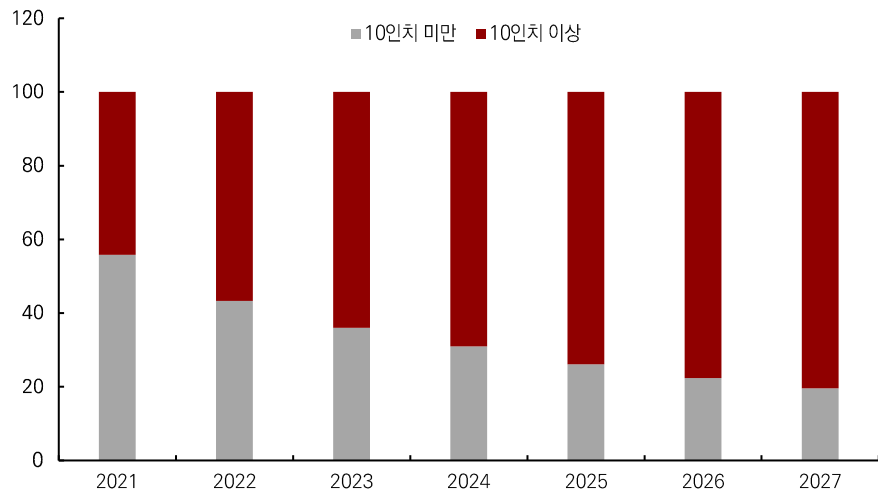


자료: LG전자 뉴스로, KUVIC 리서치 4팀

Bigger the Better

차량에 탑재되는 디스플레이의 크기 또한 주목해야 한다. 불과 몇 년 전까지 5~7인치가 주 되었으나 최근에는 10~20인치의 **대형 디스플레이**가 탑재되기 시작하였다. 현대자동차는 2023년 8월 자사의 싼타페 모델 중 최초로 12.3인치 파노라믹 커브드 디스플레이를 탑재한 올 뉴 싼타페 SUV를 출시하였으며, 벤츠, 볼보 등 해외 완성차 업체들도 앞다투어 대형 디스플레이를 콕핏에 탑재하기 시작했다. 차량용 디스플레이 시장에서 10인치 이상 대형 디스플레이가 차지하는 비중은 이미 2023년도 10인치 이하 제품군의 비중을 넘어섰으며, 2027년에는 전체 대비 80%까지 증가할 것으로 전망된다.

그림 7. 차량용 디스플레이 매출 중 10인치 이상 초대형 제품군 비중



자료: 옴디아, The JoongAng, KUVIC 리서치 4팀

창창한 앞날

디스플레이화가 지속됨에 따라 차량 당 탑재되는 디스플레이 수가 증가하여 수요는 계속해서 확대될 것으로 예상된다. 또 커져가는 전장 디스플레이 크기는 더욱 정밀한 기술력을 요하기 때문에 제품당 ASP 상승으로 이어질 것이다. 따라서 다양한 전장용 디스플레이 제품을 생산하는 동사가 **전장 디스플레이의 P와 Q상승**으로 인해 수혜를 온전히 받을 것으로 전망된다.

2. 전장은 아무나 하나

안 쓸 이유가 없는 TFT-LCD

전장 디스플레이는 생산 기술에 따라 **LCD, TFT-LCD, LED**로 구분되며, 주목해야 할 디스플레이는 동사가 생산하는 **TFT-LCD 디스플레이 모듈**이다. TFT-LCD 모듈은 고해상도, 고휘도, 신뢰성 및 저렴한 비용을 포함한 같은 여러 가지 이점이 있어 전장 디스플레이로 많이 사용된다. 또 TFT-LCD 모듈은 터치 패널, 제어 보드 및 스마트폰 등 다양한 입출력 장치와 쉽게 통합할 수 있어 운전자 친화적인 대화형 기능과 인터페이스가 가능하다.

믿고 맡기는 동사

또 전장 디스플레이 산업 자체는 고도의 기술 및 양산능력이 요구되기 때문에 **높은 진입장벽**이 존재한다. 고객사 수주가 확정되더라도 생산이 되기까지 약 1년이 걸리기 때문에, 고객사 입장에서 안정적이고 공급망을 유지하고자 동사와 같이 인증된 기업과 거래하기를 원한다. 동사는 기존 고객사인 LG디스플레이 및 현대모비스와 최근 글로벌 자동차 부품사 콘티넨탈을 신규 고객사로 확보함으로써 다시 한번 뛰어난 기술력을 입증했다.

3. 미래 소프트웨어 중심 구조로의 전환

미래 자동차의 핵심, 소프트웨어로 달린다

이후 자동차 산업은 내연기관차에서 전기차 및 자율주행차의 방향으로 발전할 것이다. 미래 자동차는 차량 구동, 제어, 유지보수 측면에서 하드웨어보다는 소프트웨어에 집중해야

하기 때문에, 전통적인 자동차의 하드웨어 중심 구조에서 소프트웨어 중심 구조로 전환되고 있는 추세다. 이러한 소프트웨어 중심의 자동차를 **Software Defined Vehicle(SDV)**이라고 칭한다. 2024년 1월에 개최된 CES 2024에서도 자동차 산업의 주요 이슈는 소프트웨어 중심의 자동차, 즉 SDV였다. 이제 자동차 산업의 관심은 소프트웨어에 있음이 분명해졌고, 소프트웨어를 담아줄 전장 디스플레이 부문의 장기적인 성장성 또한 기대해 볼 수 있다.

시커쥬, 전기차 명예 소방관

1. 전기차의 첫번째 해결 과제 - 화재 예방

뭘든 적당한 게 최고

전기차 충전 인프라가 급속히 성장하는 가운데, 충전소의 안전성 문제는 여전히 중요한 과제로 남아있다. 특히 **충전 중 발생할 수 있는 화재**와 같은 사고는 안전성을 위협하는 주요 요소로, 실제로 작년 전기차 화재 사고 중 80%가 전기차 자체 문제가 아닌 과충전으로 인해 발생하였다.

화재? 오히려 좋아

정부도 해당 문제를 인지하고, 내년부터 모니터링 시스템이 장착된 충전기만을 보급할 계획이다. 환경부의 무공해차 관련 예산 집행 계획에 따르면, 2024년에는 예산의 33%를 화재 예방형 충전기에 배정했지만, 2025년에는 100%를 해당 충전기에 할당할 예정이다.

2. 배터리 충전소를 위한 정책적 지원

전기차의 시대는 반드시 온다

전 세계적으로 전기차 충전소에 대한 **정책적 지원**이 증가하고 있는 가운데, 이는 전기차 산업의 성장을 가속화하는 중요한 요소로 작용하고 있다. 미국은 인프라 투자법(IIJA)을 통해 대규모 충전소 건설을 적극적으로 지원하고 있으며, 이는 약 75억 달러 규모의 자금을 할당하여 50만 개 이상의 전기차 충전소 설치를 목표로 하고 있다. 유럽연합 또한 지속 가능한 교통수단으로의 전환을 지원하기 위해 충전소 확충을 위한 예산을 대폭 확대하고 있으며, 2030년까지 최소 100만 개의 공공 충전소 설치를 목표로 설정하고 있다. 이러한 정책은 각국의 탄소 배출 목표를 달성하는 데 기여하며, 전기차의 수요 증가에 따른 충전 인프라의 확장을 뒷받침하고 있다. 한국도 전기차 충전 인프라 확대를 위한 예산을 증가시켜 **2025년까지 공공 충전소를 3만 개로 늘리려는** 계획을 세우고 있다.

II. 기업분석

기업 개요

카지노 디스플레이 + TFT-LCD
모듈 = 동사

동사는 크게 산업용(카지노) 디스플레이와 TFT-LCD 모듈 사업을 영위하고 있으며, 2023년도 기준 두 사업부 합산 매출 비중은 **95%**, 그 중 카지노 게이밍 디스플레이 부문에서는 세계 점유율 2위를 차지하고 있다. 주요 매출처인 북미에서의 꾸준한 수요와 더불어 일본, 태국, 마카오 및 싱가포르 등 아시아 카지노 시장 개화 덕에 앞으로도 동사의 산업용 디스플레이 수요 확대가 기대된다.

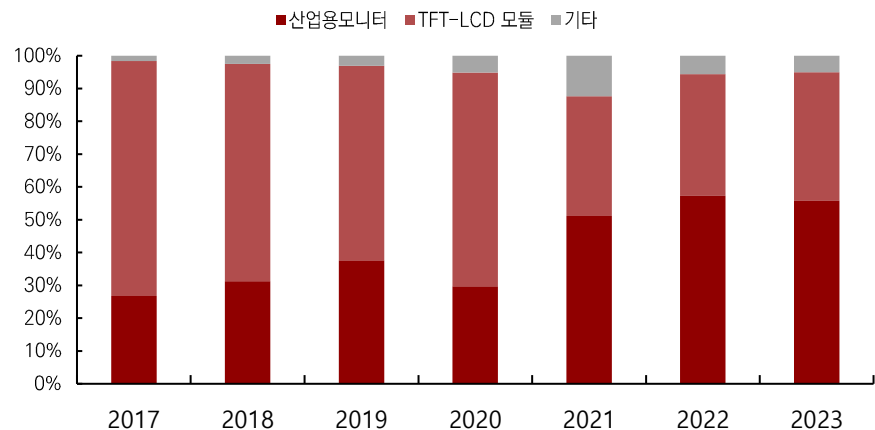
모든 모델은 이제부터 시작

이에 더해, 동사는 2021년 기존 스마트폰 및 태블릿 PC 향 TFT-LCD 모듈 사업으로 전장용 디스플레이 시장에 진출하였으며, 차량 내 디스플레이화가 진행됨에 따라 동사의 TFT-LCD 모듈 사업의 매서운 성장세 또한 기대되는 상황이다. TFT-LCD 모듈 사업은 2024년 1분기 흑자전환을 하고 2분기에는 영업이익이 전년동기대비 **108%** 증가한 160억 원이라는 호실적을 기록하였으며, 2024년부터 TFT-LCD 모듈 향 매출은 기존 주력 사업인 산업용 디스플레이 향 매출을 넘어설 것으로 예상된다.

글로벌드텍은 화재라 부르고
호재라 읽는다

또, 화재 예방형 전기차 충전기 향 통신 컨트롤러를 생산하는 동사의 자회사 **글로벌드텍**은 최근 화두가 된 전기차 화재 사건 및 안정성 문제들로 인해 주목을 받고 있다.

그림 8. 토비스 사업부 별 매출 비중 추이



자료: KUVIC 리서치 4팀

사업부 분석

1. 산업용(카지노) 디스플레이

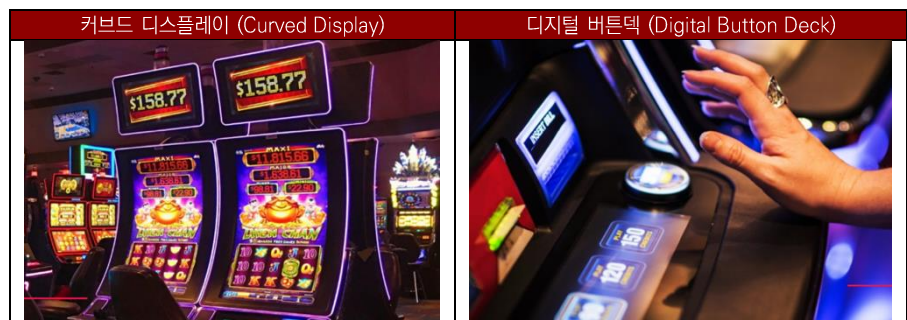
좋은 패는 동사의 손 안에

산업용 디스플레이는 전체 매출의 55.8%를 차지하며, 주요 제품군으로는 동사가 자체 개발한 **커브드 디스플레이(Curved Display)** 및 **디지털 버튼덱(Digital Button Deck)** 등이 있다.

카지노 디스플레이 생산은 2022년 부터 90%가 넘는 가동률을 유지하고 있으며, 최근 2024년 2분기에는 96%라는 우수한 가동률을 기록하였다. 작년까지 중국 동광 공장에만 의존하였으나, 2024년부터 **국내 송도 공장이 가동**되기 시작하였다. 현재 연간 기준 28만 대의 CAPA를 보유하고 있으나, 야근 근무까지 진행하게 되면 보다 높은 수준의 CAPA를 확보할 수 있게 된다.

고객사로는 글로벌 카지노 게임기 업체 1~4위인 Aristocrat, Light&Wonder, IGT, KONAMI를 모두 확보한 상태이며, 이후 일본 및 태국 등 아시아 카지노 영업장이 늘어나면서 신규 고객사 또한 기대해 볼 수 있다.

그림 9. 산업용 디스플레이 주요제품



자료: 토비스 홈페이지, KUVIC 리서치 4팀

2. TFT-LCD 모듈

이제야 드러나는 철저한 준비성

TFT-LCD 모듈 부문은 전체 매출의 39.2%에 해당하며, 주목해야 할 제품은 동사의 **전장용 디스플레이**이다. 차량 내 디스플레이 대형화와 의존도가 심화되는 트렌드에 대비하기 위해 동사는 2018년도부터 전장 디스플레이 사업 준비를 선제적으로 시작했으며 중국 대련 공장과 한국 서천 공장에 전장 라인을 구축하였다.

현재 중국 대련 공장 3,000억, 국내 서천 공장 2,000억원으로 총 5,000억 원 규모의 전장용 디스플레이 생산 CAPA를 가지고 있다.

스텔란티스량 컨티넨탈,
물고 더블로 개

중국 대련 공장은 LG디스플레이 향 물량 생산을 책임지고 있으며, 국내 서천 공장은 현대 모비스와 Denso 향 물량 생산을 책임지고 있다. 또한 신규 고객사 확보를 통해, 2024년 하반기와 내년부터는 각각 **스텔란티스와 컨티넨탈** 向 매출까지 새롭게 인식될 예정이다.

그림 10. 전장 디스플레이 주요제품



자료: 토비스 홈페이지, KUVIC 리서치 4팀

3. 자회사 글로쿼드텍 - 전기차 충전 솔루션

효자 기업, 글로쿼드텍

자회사인 글로쿼드텍은 전기차 충전 솔루션 기업으로, 국내 최초로 **SECC(Supply Equipment Communication Controller)**를 개발하여 SK시그넷, LG전자 등 국내 기업에 공급하고 있다. 2023년 글로쿼드텍의 매출은 147억원, 영업이익률은 44%에 달하는 고마진 사업을 영위하고 있다.

뭐니뭐니 해도 안전이 최우선

가장 대표적인 제품은 SECC이며 전기차 충전기에 설치되어 충전 시 차량과 충전기 사이에 오가는 정보를 처리하는 통신 제어기다. 최근 전기차 화재가 잇따라 발생하면서 전기차 안전성 대응책으로 글로쿼드텍의 주요 제품인 SECC가 주목을 받고 있다. 글로쿼드텍이 제공하는 SECC는 PLC 기능을 탑재하여 전기차 배터리 내부 수명 및 화재 발생 가능성이 있는 배터리 셀에 대한 정보를 사전에 처리함으로써 **화재 발생을 방지**하는 역할을 한다. 전기차 화재 예방에 대한 대중의 관심도가 높아짐에 따라 동사 또한 수혜를 받을 수 있을 것으로 기대된다.

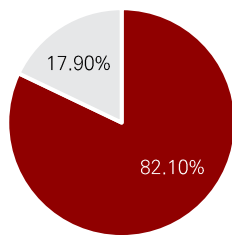
경쟁사 분석

코텍은 하이 리스크 하이 리턴,
동사는 로우 리스크 하이 리턴

동사의 대표적인 경쟁사로는 산업용 디스플레이 제조업체인 **코텍**이 있다. 코텍은 카지노 슬롯머신, 전자칠판, 의료 현장에서 사용되는 디스플레이를 생산하며, 매출 비중은 2023년 기준 66%가 카지노 디스플레이로 22년 연속 글로벌 카지노 슬롯머신 디스플레이 시장 점유율 1위를 기록하였다. 주요 납품사는 ARISTOCRAT, IGT, LNG로 동사와 유사하다. 그러나 제품 포트폴리오가 카지노 디스플레이에 편중되어 있어 전장용 디스플레이 제조를 병행하는 동사보다 카지노 업황에 더 **예민하게 반응**한다. 2019년 코로나 팬데믹으로 글로벌 카지노 업황이 휘청였을 때 코텍의 주가가 함께 하락세를 타며 현재까지 뚜렷한 성장 모멘텀을 맞이하지 못했으나, 동사의 경우 카지노 디스플레이 매출 실적은 물론 전장용 디스플레이를 새로운 성장 동력으로 삼아 주가 추이 면에서 성장세를 보여주고 있다.

그림 11. 코텍 제품별 매출 비중

■ 게이밍 모니터 ■ 기타 모니터



자료: 코텍, KUVIC 리서치 4팀

그림 12. 코텍 주요 제품 - 커브드 게이밍 모니터



자료: 코텍, KUVIC 리서치 4팀

이 테이블의 칩 리더는 동사

반면 전장 디스플레이 산업 특성 상 고도의 기술력과 긴 사이클, 대규모의 주문 물량에 대응할 수 있는 자본력이 요구된다. 동사와 비슷한 규모의 소형사의 경우에는 산업 자체에 진입하기조차 어려워, 경쟁 구도에 놓여있는 기업으로는 동사가 납품하는 LG 디스플레이와 중국 디스플레이 제조 업체 BOE 정도가 해당된다. 따라서 전장 디스플레이 부문에서는 **뚜렷한 경쟁사를 찾기 힘들다**.

매출재무 분석

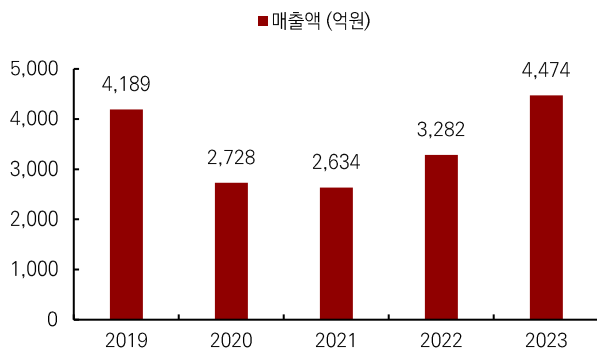
꾸준함의 대명사는 동사

동사의 매출은 2021년 이래로 꾸준히 성장해 왔으며 작년 한 해 4,400억 원을 기록하였고, 2024년 상반기 매출만 **3,000억 원을 상회**하며 괄목할만한 실적을 달성하고 있다. 2020년 코로나 팬데믹의 영향으로 동사의 매출을 견인하던 카지노 디스플레이 매출이 감소하고, 주요 고객사 중 하나인 LG가 스마트폰 생산을 중단하자 매출이 절반 가량 꺾이며 주춤하였다. 그러나 이듬해인 2021년부터 카지노 디스플레이 매출이 안정화되어 2024년 2분기까지 평탄한 실적을 달성했으며, 전장 디스플레이 사업부는 업계 호황과 더불어 고객사를 확보하며 2024년 1분기 처음으로 **흑자 전환**하여 외형적인 성장을 이루었다.

부채비율은 올라갔지만, 영업이익은 더 빠르게

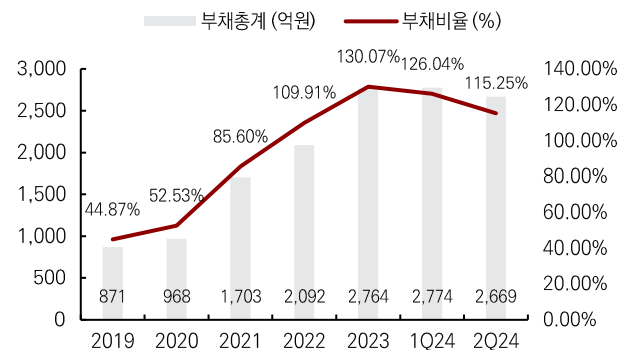
동사의 부채 비율은 2023년 기준 130.7%까지 증가하여 다소 높은 수준이다. 그러나 이는 늘어난 수요에 대응할 수 있는 **국내 공장 증설을 위한 투자에 불과**하다. 2024년부터는 본격적인 차입금 상황이 이루어질 예정으로, 2024년 상반기에는 약 115%까지 감소하여 빠르게 개선되고 있다. 또한 마진율이 높은 전장 사업의 매출 비중이 커지며 전년도 약 250억 원이었던 영업이익이 2024년 상반기 안에 전년 실적을 돌파하여 260억 원을 기록하였다.

그림 13. 토비스 매출 추이



자료: KUVIC 리서치 4팀

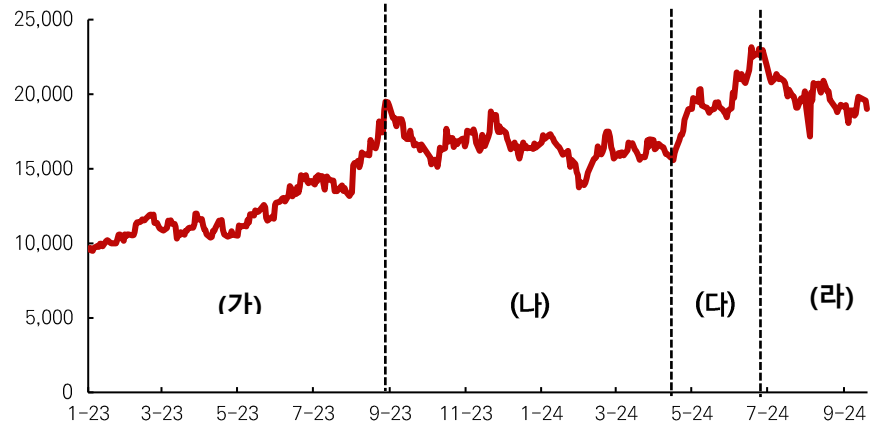
그림 14. 토비스 부채 총계 및 부채 비율 추이



자료: KUVIC 리서치 4팀

주가추이 분석

그림 15. 토비스 주가추이 (단위: 원)



자료: KUVIC 리서치 4팀

매출 회복과 기대감으로
주가 상승

(가) 2023년 상반기부터 카지노 디스플레이 부문 **매출 회복세**와 전장 디스플레이 부문의 **성장 기대감**까지 더해져 주가가 상승했다. 코로나 팬데믹 이후 북미 카지노 업황이 개선되고 아시아 슬롯머신 시장이 개화함에 따라 기존 카지노 디스플레이 부문에서 동사가 입을 수혜에 이목이 집중되었다. 2023년도 8월, 카지노 디스플레이 부문 3분기 매출액이 전년 동기 대비 75% 증가하고 영업이익 또한 **흑자전환**에 성공하면서 주가는 다시 한번 우상향하는 모습을 보였다.

카지노 디스플레이 수출 부진에
흔들린 주가

(나) 2023년 8월 말 동사는 주가 19,500원 신고가를 갱신한 직후 지지부진한 모습을 보이며 **하락세**를 맞이하였다. 9월 카지노 디스플레이 수출 금액 상승세가 전월 대비 둔화하면서 10월에는 무려 37% 감소하였다. 이에 따라 동사의 2023년 4분기 카지노 디스플레이 사업부 매출액 또한 전 분기 대비 11% 감소하였다. 당해 연말 수출 금액이 점차 회복되는 듯하였으나 2024년 1월 수출금액이 전월 대비 25% 감소하며 주가는 다시 한 번 하락하였다.

신규 고객 확보로
가속화하는 성장세

(다) 2024년 4월부터는 신사업인 전장 디스플레이 부문의 **매서운 성장**이 주가 상승세를 견인하였다. 5월 세계적인 자동차 부품사 콘티넨탈에 이어 6월에는 스텔란티스까지 신규 고객사로 확보하면서 본격적으로 주가가 상승하였다. 확대된 수요에 대응하기 위해 동사는 2024년 하반기에 또 한 번의 **증설 계획**을 공시하였다. 이에 따라 2024년부터 TFT-LCD 부문 매출은 기존 주력 사업이었던 카지노 디스플레이의 비중을 넘어설 것으로 전망한다.

전고점 갱신 후 하향세?
카지노와 전장 디스플레이로
반전 노린다

(라) 동사의 주가는 2024년 6월 중순 전고점을 갱신하였으나 카지노 디스플레이 수출 금액이 예상치를 하회하면서 하향 국면으로 전환되었다. 하지만 카지노 디스플레이 부문에서의 꾸준한 교체 수요와 동남아 등 신규 시장이 확대됨에 따라 안정적인 매출 성장을 기록할 것으로 예상되며, 전장용 디스플레이의 폭발적인 매출 성장, 자회사 글로벌드텍의 신기술 개발 등으로 지난해에 이어 **안정적인 매출 성장**을 기록할 전망이다.

III. 투자 Point

1. 카지노 디스플레이 피크아웃, 돈워리어바웃

새로운 키 플레이어,
일본과 태국

카지노 디스플레이 시장에 대한 피크아웃 우려가 제기되고 있으나, 아시아를 중심으로 각국이 카지노 산업에서 치열한 경쟁을 벌이고 있는 현재 상황을 고려할 때, 이러한 우려는 실질적인 의미를 가지지 않는다. 특히 **태국과 일본을 중심으로 카지노 시장의 대규모 확장**이 예상된다. 일본은 오랜 기간 카지노 불모지로 인식되어 왔으나, 2029년까지 연 매출 5조 원 규모의 카지노 개장을 목표로 하며 이 이미지를 탈피하고자 하고 있다. 이를 구체적으로 설명하면, 싱가포르의 총 카지노 매출이 약 58억 달러(한화 약 6조 원)인데, 일본은 단일 카지노의 첫 개장만으로도 싱가포르 전체 카지노 매출에 필적하는 성과를 거둘 가능성이 크다. 이러한 규모는 일본 카지노 산업이 아시아 내에서도 중요한 위치를 차지할 것임을 보여준다.

애용자 파친코

이러한 매출이 가능한 이유는 일본이 관광지로서의 가치만 높은 것이 아니라 내수 시장의 잠재력 또한 매우 크기 때문이다. **일본은 슬롯머신 보유 세계 1위 국가로**, 2위인 미국을 4배 차이로 앞서고 있다. 이는 주로 **파친코** 수요 덕분인데, 이 수요가 자연스럽게 카지노로 전환될 가능성을 고려하면, 일본 시장은 다방면으로 카지노 업계에 매우 매력적인 진출 시장임을 보여준다.

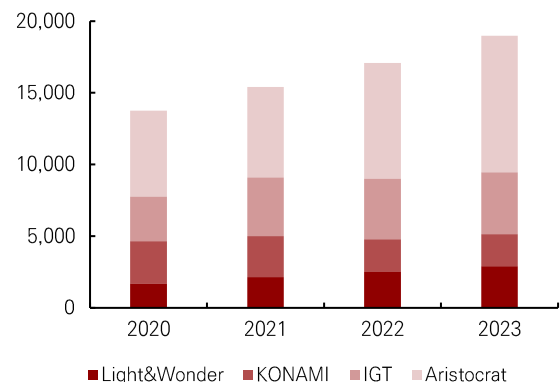
천당 위에 분당,
천국 위에 태국

관광 대국으로 인정 받는 태국은 카지노 개장이 여러 차례 연기되었지만, 카지노 합법화가 머지 않은 미래에 이루어질 것이다. 마스터카드 조사에 따르면, 방콕은 전 세계에서 가장 많은 방문객 수를 기록한 도시로 선정됐으며, 2위와 3위 도시 간 차이가 1만 명인 반면, 방콕과 2위인 파리 간 차이는 300만 명에 달한다. 일본과 마찬가지로, 태국도 카지노 산업에 성공적으로 진출한다면 **탄탄한 관광 인프라를 기반으로 높은 매출**을 기대할 수 있다.

그림 16. 주요 아시아 국가 카지노 사업 계획 및 현황

국가	카지노 투자 계획 및 현황
일본	오릭스, 2029년 오사카 해변 인공섬 유메시마 카지노 개장 목표 연간 매출액 5.12조원 예상
태국	카지노 합법화 관련 행정절차 및 사업자 선정 2024년 내 마무리 2029년까지 복합 리조트 8개 개발(오사카보다 빠른 개장이 목표)
필리핀	카지노 산업 활성화 위해 향후 5년간 총 8조원 투자금 유치
베트남	2032년 '반 돈 복합 리조트' 건설 계획 중 총 투자규모 2조 8천억원 추산
캄보디아	약 90개소 운영 중
싱가포르	카지노 2개소 운영 중

그림 17. 카지노 기기 생산업체 4사 실적 추이



자료: 언론 종합, 유진투자증권, KUVIC 리서치 4팀

자료: KUVIC 리서치 4팀

향후 대규모 카지노 시설의 투자도 예고되어 있으면서, 향후 2~3년 내에도 꾸준한 카지노 수요가 예상되면서 카지노 시설 투자 및 신규 카지노 개설 또한 예정되어 있다. 본 팀이 추정한 메이저 회사 슬롯머신 수 또한 카지노 성장세에 힘입어 **2023년 90,929대에서 2025년 94,729대로** 증가할 예정이며, 꾸준한 모니터 교체 수요를 통해 매출의 하방을 튼

튼하게 받혀줄 예정이다.

2. 전장 디스플레이 고객사 확보 및 CAPA 증설로 인한 수혜

전장 디스플레이의 Key Player

동사의 가장 큰 먹거리 사업으로 떠오른 것은 전장 디스플레이 사업이다. 기존 스마트폰 向 디스플레이를 생산하던 동사는 L사의 스마트폰 생산 중단으로 인해 매출 및 주가 측면에서 큰 피해를 입었으나, 탄탄한 카지노 모니터 사업의 매출과 그동안 쌓아온 디스플레이 기술을 통해 전장 사업에 진출하였다.

기술력과 레퍼런스 모두 갖춘 동사

전장 디스플레이에서는 수주를 주는 Tier 1 수주사가 중요한데, 동사는 기술적, 레퍼런스적 측면에서 우수하기에 인정을 받고 있다. 수주를 확보하기 위해서는 1년 이상의 시간이 걸리고 수주가 확정되더라도 양산까지는 1년 정도가 걸리기에 **고객사 입장에서 제품 사이클의 문제를 방지하고자 인증된 기업과 거래하기를 원하며**, 이미 LG 디스플레이, 현대모비스, 덴소 등의 기업 레퍼런스를 확보한 동사는 Tier 1 고객사의 관심을 받을 수밖에 없는 구조인 것이다. **스텔란티스, 콘티넨탈**이라는 걸출한 고객사를 확보하게 된 것은 동사의 전장 디스플레이에서의 입지를 보여주는 대목이며, 추가적으로 고객사를 확보하게 될 가능성도 존재한다.

연 5,000억 Capa 운용

공장 Capa 또한 기존 중국 대련 공장(연 3,000억원 Capa)에 더해 국내 서천 공장(연 2,000억원 Capa) 또한 갖추게 되면서 **연 5,000억원 Capa**를 갖추고 있는 것으로 파악한다. 과거 전장 사업부가 25~26년 미드 싱글 이익률 달성을 할 것으로 보았던 동사이지만 외형 성장과 더불어 가동률이 빠르게 올라오면서 이미 2분기 미드 싱글을 돌파하였으며 목표를 올려 하이 싱글로 나아가고 있는 중이다.

추가 고객사 확보 시 증설도 가능

국내 공장은 중국보다는 작은 상황이지만 효율적이고 자동화된 설비를 갖추고 있으며, 신규 고객사인 스텔란티스 向 물량도 담당하게 될 것으로 보인다. 가동률에서 더 올라갈 수 있는 룸이 남아있지만, 추가적인 고객사를 확보하게 될 경우 1년 전부터 생산 Capa를 확보해야 하기에 추가 증설도 검토할 수 있는 상황이다.

3. 자회사 글로쿼드텍 전기차 관련 이슈 수혜

완속 충전기도 의무화 예고

여태까지 PLC 모뎀이 장착된 것은 전부 급속 충전기였으며, 전기차 화재 이슈가 대두되면서 완속 충전기에 PLC 모뎀이 장착된 사례는 전무하였다. 이에 따라 정부는 사실상 2025년부터 완속 충전기에도 **PLC 모뎀 설치를 의무화**할 것으로 보인다.

글로쿼드텍, 매출도 '풀충전' 예상

글로쿼드텍의 매출은 주로 급속 충전기에서 발생하는데, 급속 충전기는 완속 충전기보다 **약 10배 비싸기 때문에** 수익성이 매우 높다. 그러나 절대적인 시장 규모를 고려하면 완속 충전기 또한 급속 충전기 못지않게 눈여겨봐야 할 사업이다. 완속 충전기는 2024년 10월 기준 설치 대수 약 33만 대로, 급속 충전기에 비해 약 10배 더 많이 설치되어 있다. 설치 대수의 차이가 가격의 차이를 상쇄하여 두 충전기의 절대적 시장 규모를 비등하게 맞춘다. 만약 완속 충전기에도 PLC 모뎀이 100% 설치된다면 두 시장의 크기는 거의 차이 없을 정도로 미미해질 것이다. 다시 말해, **글로쿼드텍의 목표 시장이 두 배로 커질 수 있다**는 의미다.

10년 대작전 시작

기존 설치된 완속 충전기의 교체 주기가 도래하면 PLC 모뎀이 장착된 충전기로 새롭게 교체될 예정이다. 이는 정부가 이루고자 했던 인프라가 완성된 이후에 발생할 수도 있는 피크아웃 우려를 불식시킬 수 있다. 전기차 충전기의 수명은 약 8년으로, 아직 PLC 모뎀이 탑재된 완속 충전기가 전무하다는 점을 고려해봤을 때, 향후 10년 동안 글로벌드텍의 매출은 꾸준히 성장할 것으로 전망된다.

IV. 투자 Risk

온라인 카지노의 성장

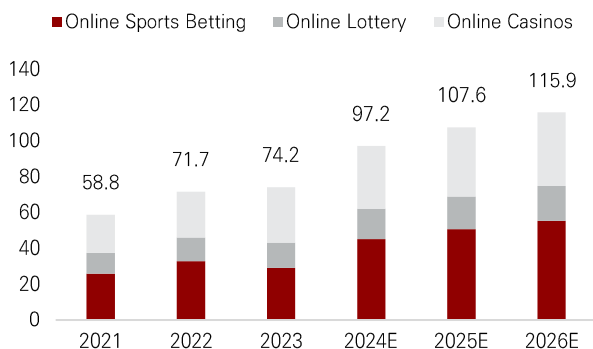
뺏겨버린 파이?

동사의 주요 투자 리스크는 온라인 카지노 산업의 **급격한 성장**에 따른 오프라인 카지노 수요 감소 우려에서 비롯된다. 온라인 카지노 시장은 팬데믹 이후 인터넷과 모바일 기술의 발달에 힘입어 빠르게 확대되고 있으며, 2024년에는 약 351억 달러 규모로 성장할 전망이다. 이러한 성장세는 오프라인 카지노를 대체할 수 있다는 점에서, 동사와 같은 디스플레이 제조업체의 매출에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 특히 온라인 카지노는 언제 어디서나 접근 가능하다는 강점을 바탕으로 사용자들을 유인하고 있어, 오프라인 카지노 방문객 수 감소와 이에 따른 **슬롯머신 수요 축소 가능성**이 리스크로 지적된다. 따라서 카지노 운영업체들이 슬롯머신과 같은 전통적인 장비에 대한 투자를 줄이게 되어, 동사의 성장에 걸림돌이 될 수 있다.

게임체인저는 복합 리조트

그러나 온라인 카지노의 성장이 오프라인 카지노 시장을 완전히 대체할 것이라는 전망은 과장된 면이 있다. 실제로 오프라인 카지노는 단순한 도박 시설을 넘어 호텔, 쇼핑몰, 공연장 등 다양한 엔터테인먼트를 결합한 복합 리조트(IR) 형태로 발전하고 있으며, 이러한 복합적 경험은 **온라인 카지노가 제공할 수 없는 요소**다. 특히 아시아와 북미를 중심으로 한 복합 리조트의 개발 및 확장은 오프라인 카지노 수요를 유지하고, 오히려 새로운 성장을 촉진할 가능성이 크다. 온라인 카지노의 성장이 빠르게 진행되고 있음에도 불구하고, 오프라인 카지노 시장이 줄어들지 않을 것이란 점에서 동사의 카지노 사업 역시 우상향할 가능성이 높다. 복합 리조트의 확장과 더불어 새로운 시장이 개척되면서 슬롯머신과 디스플레이에 대한 수요는 **꾸준히 증가**할 전망이다.

그림 18. 온라인 도박 시장 규모 (단위: 십억달러)



자료: Statista, KUVIC 리서치 4팀

그림 19. 복합리조트 부대 시설



자료: KUVIC 리서치 4팀

V. Valuation

매출 추정 논리

표 2. 매출 추정

Case (단위: 백만 원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Bear	328,219	447,392	666,826	764,797	784,836
YoY (%)	24.6%	36.3%	49.0%	14.7%	2.6%
Base	328,239	447,392	666,826	778,297	923,414
YoY (%)	24.6%	36.3%	49.0%	16.7%	10.6%
Bull	328,239	447,392	666,826	835,138	822,835
YoY (%)	24.6%	36.3%	49.0%	25.2%	5.7%

자료: KUVIC 리서치 4팀

1. 카지노 디스플레이

표 3. 산업용 모니터 매출 추정

(단위: 백만 원)		2022	2023	2024E	2025E	2026E
산업용 모니터	수출	182,385	246,221	257,493	279,703	304,917
	내수	5,713	3,491	5,401	6,103	6,897
	소계	188,098	249,712	262,894	285,806	311,814
	YoY(%)	39.6%	32.8%	5.3%	8.7%	9.1%

자료: KUVIC 리서치 4팀

카지노 디스플레이의 경우 다품종 소량생산으로 P를 산출하기 어렵기에 Q 베이스로 추정을 진행하였다. 동사가 납품하고 있는 전방사의 슬롯머신 점유율과 전방사 내 동사 비중을 구하였으며 메이저회사의 슬롯머신 대수와 지역 별 카지노 이벤트를 통해 2026년까지의 슬롯머신 대수를 구하고 이를 통해 교체 수요 및 신규 수요를 도출하였다.

2023년 90,929대였던 메이저회사 슬롯머신 대수는 2026년 106,561대까지 증가할 것으로 예측하였으며 이를 통해 교체 수요가 꾸준히 증가하고 신규 기기 도입 시 물량이 늘어나게 될 것으로 판단하였다.

동사의 카지노 모니터의 경우 전량 수출이라고 볼 수 있고, 2024년 9월까지의 카지노 모니터 수출 데이터를 통해 매출 데이터와 상관계수를 확인해본 결과 0.91의 강한 상관관계를 가졌음을 확인하였다. 2024 3분기의 매출 예상치와 3분기 수출액은 동일한 방향으로 진행되었기에 추정의 타당성 또한 검증하였다.

2. 전장 디스플레이

표 4. TFT-LCD 모듈 매출 추정

(단위: 백만 원)		2022	2023	2024E	2025E	2026E
TFT-LCD 모듈	Bear	121,714	175,307	365,896	425,143	433,050
	YoY (%)	26.6%	44.0%	108.7%	16.2%	1.9%
	Base	121,714	175,307	365,896	438,643	471,048
	YoY (%)	26.6%	43.0%	108.7%	19.9%	7.4%
	Bull	121,714	175,307	365,896	495,484	571,628
	YoY (%)	26.6%	43.0%	108.7%	35.4%	27.2%

자료: KUVIC 리서치 4팀

전장 디스플레이의 경우 25년과 26년은 Case를 나누어 진행하였다.

24년 매출추정은 동사에서 언급한 차종 모델의 판매 데이터를 구하고, 차량 판매 데이터와 전장 매출액을 비교한 결과 0.88의 상관관계를 도출하였다. 뚜렷한 상관관계가 존재한다고 판단하여 2024년 1월~7월의 차량 판매 데이터를 통해 8~12월 판매 데이터를 예측하였고, 선형회귀식을 세워 3Q24E, 4Q24E 매출액을 추정하였다. 3Q24E부터 신규로 들어오는 스텔란티스 매출은 1) 같은 외국계 완성차 업체이며 2) 동사와 계약관계인 벤츠의 아시아 판매 데이터와 비교하여 물량을 추정하였다.

25,26년의 Case는 아래와 같이 진행하였다.

표 5. 전장 디스플레이 매출 추정 Case Scenario

Case	Scenario
Bull	동사가 목표로 하고 있는 외형 성장 달성. 디스플레이 시장 성장 및 탑재 차종 성장에 따른 Q 성장
Base	디스플레이 수요 증가에 따른 외형성장 전방 마켓 성장에 따라 증가
Bear	전방사 피크아웃에 따른 디스플레이 수요 증가 둔화 스텔란티스의 매출 가이드선 감소 적용

자료: KUVIC 리서치 4팀

분기별로 Q를 생산실적 및 매출을 통해 역산하여 도출하였으며, Base Case의 경우 **아시아권역 자동차 전장시장 성장률을 적용**하여 매출을 추정하였다. Bull Case는 **동사의 외형 성장 가이드선을 채택**하여 25년 최대 가동률에 근접하게 성장함을 추정하였으며 Bear Case는 전방 완성차 업체 피크아웃으로 생산실적 성장세 둔화를 적용하였다.

신규 고객사 콘티넨탈 계약 규모의 경우 아이엘모빌리티(전 우수 AMI)의 매출 데이터를 참고하였다. 최초 물량 도입 시 계약 규모는 보수적으로 아이엘모빌리티의 콘티넨탈 向 매출만큼을 타겟으로 하였으며 이후 규모 또한 반영하여 추정하였다.

3. 기타 매출

표 6. 기타 매출 추정

(단위: 백만 원)		2022	2023	2024E	2025E	2026E
기타	글로벌드텍	0	7,325	25,737	43,795	31,755
	그외	18,407	15,046	12,299	10,053	8,217
	소계	18,407	22,371	38,036	53,848	39,972
	YoY(%)	-43.4%	21.5%	70.0%	41.6%	25.8%

자료: KUVIC 리서치 4팀

기타 매출은 자회사 글로벌드텍과 기타 부문으로 나누어 추정하였다. 글로벌드텍의 경우, P와 Q 기반으로 추정하려 했으나, 자회사인 관계로 P(가격)에 대한 공식 정보가 부족하고 IR에서도 관련 정보를 제공하지 않아 Q(수량) 기반으로 추정을 진행하였다. 그 외 부문의 매출은 2022년과 2023년의 감소폭을 반영해 추정하였다.

글로벌드텍의 핵심 제품인 SECC는 SK시그넷에 공급되며, 글로벌드텍의 매출은 SK시그넷의 매출과 연동되어 있다. 따라서, SK시그넷의 매출 중 PLC 모뎀이 장착된 충전기의 매출을 산출하여 이를 글로벌드텍의 매출 추정에 반영하였다.

SK시그넷의 예상 매출은 국내 전기차 정책 트렌드를 반영하였으며, 설치량 추정은 2024년까지는 차지인포 자료를 활용했고, 2025년과 2027년은 환경부 자료를 기반으로 하였다. 목표치가 공개되지 않은 2026년은 2025년과 2027년의 평균치를 사용해 추정하였다.

또한 PLC 모뎀이 탑재되는 SK시그넷의 충전기는 환경부 예산안을 활용해 추정하였다. 충전기는 완속과 급속으로 나뉘며, 급속 충전기는 원래부터, 완속 충전기는 2025년부터 PLC 모뎀 탑재가 의무화된다. 이를 반영하여 SK시그넷 매출 중 PLC 모뎀 탑재 제품의 매출 비율을 도출하였고, 이를 바탕으로 글로벌드텍의 매출을 추정하였다.

비용 추정 논리

변동비는 2021년부터 2023년까지의 매출 비중을 3개년 평균하여 반영하였다.

고정비 중 **운임비**는 해외 매출, 특히 미국으로의 수출이 많은 점을 고려하여, **한국 관세물류협회 자료**를 기반으로 해상 운임비 상승분을 추가 반영하였다. **급여**의 경우 고용노동부에서 발표한 100인 이상 **사업장 임금 상승률**을 반영해 추정하였다.

감가상각비 중 무형자산 상각비는 사업보고서에 취득원가와 내용연수가 기재되어 있지 않아 정확한 추정이 불가능했으며, IR 부서와의 확인 결과, 앞으로도 **비슷한 수준을 유지할 것으로 보아 향후 동일하게 반영하였다.**

표 7. 매출원가

구분 (단위: 백만 원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
지급수수료	4,885	8,240	12,611	14,720	15,562
외주가공비	19,202	25,593	41,770	48,753	51,543
사용된 원재료 및 상품의	199,859	285,810	423,892	494,753	523,065
재고자산의 변동	-5,298	-15,417	-33,744	-39,384	-41,638
운반비	2,988	3,565	9,213	10,123	11,123
총업원급여	27,513	32,039	40,871	52,136	54,639
복리후생비	5,237	5,226	6,666	8,504	8,912
감가상각비 및 기타상각비	11,787	6,686	16,700	17,313	16,150
기타	-1,698	181	658	658	658
합계	264,475	351,923	518,638	607,574	640,012

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 8. 판매관리비

구분 (단위: 백만 원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
광고선전비	2	4	5	6	6
지급수수료	4,604	4,664	8,160	9,524	10,069
경본비	86	21	150	175	185
판매수수료	148	161	376	438	463
수출제비용	68	0	46	54	57
운반비	8,714	7,378	19,068	20,951	23,020
급여	11,901	16,248	20,726	17,845	18,702
퇴직급여	761	1,650	2,861	3,650	4,656
복리후생비	3,409	5,228	6,669	8,508	8,916
여비교통비	254	593	326	326	326
통신비	151	166	148	148	148
수도광열비	5	8	6	6	6
전력비	252	332	286	286	286
세금과공과	1,276	1,482	1,377	1,377	1,377
임차료	75	471	202	202	202
건물관리비	296	288	267	267	267
수선비	41	40	183	183	183
접대비	136	213	155	155	155
차량유지비	176	317	213	213	213
경상개발비	18,330	23,846	19,219	19,219	19,219
소모품비	336	458	351	351	351
사무용품비	104	74	83	83	83
해외시장개척비	507	585	417	417	417
보험료	376	606	411	411	411
도서인쇄비	11	10	12	12	12
교육훈련비	55	17	34	34	34
감가상각비	352	562	1,135	1,173	1,085
사용권자산상각비	1,781	1,864	1,944	731	639
대손상각비	813	-89	315	315	315
무형자산상각비	915	1,253	1,622	1,790	1,903
잡비	0	0	0	0	0
CS비	766	1,362	931	931	931
합계	56,704	69,814	87,699	89,780	94,637

자료: KUVIC 리서치 4팀

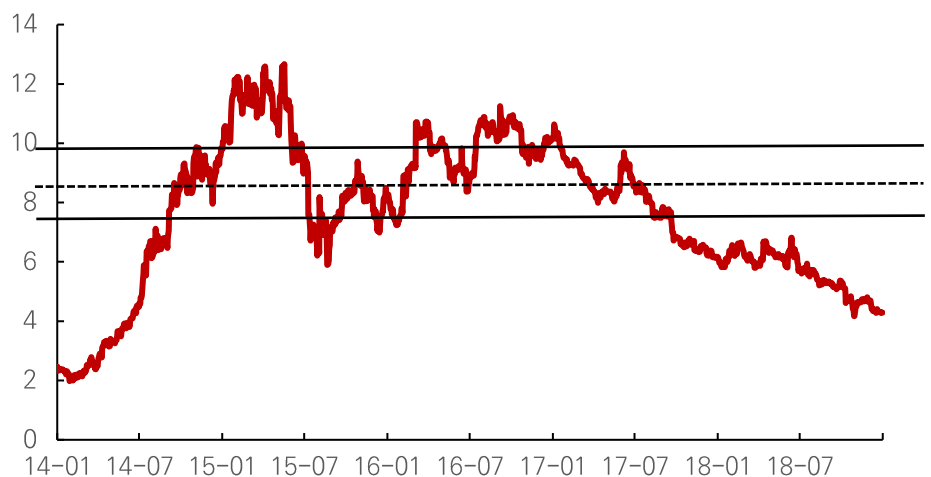
Valuation Method: Historical PER Method

동사의 Valuation에 Historical PER Method를 적용하였다. 동사의 Peer로는 카지노에서 Aristocrat, LNW, IGT, 코텍이 있으며 전장에서는 LGD, BOE 기타에는 그리드워즈가 있다. 그러나 해당 기업들은 동사와 사업영역이 완전히 일치하지는 않으며, 규모와 영업이익률 등에서 차이를 보인다. 여러 사업분야를 영위하고 있는 동사이지만, SOTP Valuation이나 Peer PER Valuation을 진행하기에는 동사의 유니크한 특질을 반영하기 어렵다고 판단하였으며, **모멘텀을 반영할 수 있는 Historical PER Method**를 사용하였다.

동사의 Target Multiple은 2015년 12 fwd PER 평균 9.4를 10% 할인한 8.5를 제시했다. 그 이유는 2014년 동사가 기존 LG에 터치 패널을 공급하다가 카지노 기업들에게 2~3배 더 높은 가격의 커브드 모니터를 공급하며 시장의 기대를 받았던 기간이기 때문이다. 2014년 하반기부터 이러한 실적이 본격적으로 반영되며 **멀티플 리레이팅**이 이루어졌다. 현재 동사의 상황도 이와 유사하다. 기존 카지노 모니터 사업과 전장 디스플레이 사업을 운영하면서, 전장 디스플레이 부문에서 스텔란티스와 콘티넨탈에 신규 수주를 따내며 실적이 가시화되고 있는 상황이다. 이와 같은 이유로, 현재도 당시와 유사하게 멀티플 리레이팅을 받기 적합한 시점이라 판단했다. 다만 동사의 전장 디스플레이는 당시의 성장세에 비해 완성차 업체의 피크아웃 우려가 남아있다는 점을 고려하여 할인을 적용하였다.

이에 따라 Base Case 기준 2025F EPS 3,692원에 Target Multiple 8.5x를 적용한 목표주가 31,400원, Upside Potential 68.5%, 투자의견 BUY 제시한다.

그림 20. 토비스 12 fwd PER



자료: KUVIC 리서치 4팀

표 9. Valuation Base Case

Historical PER	2024E	2025E	2026E
당기순이익 (원)	43,953,768,182	59,682,893,288	65,252,275,173
상장주식수 (주)	16,167,058	16,167,058	16,167,058
EPS	2,719	3,692	4,036
PER Valuation	6.9	5.0	4.6
Target PER	8.5	8.5	8.5
Target Price (원)	23,200	31,400	34,400
Current Price (원)	18,640	18,640	18,640
Upside potential (%)	24.5%	68.5%	84.5%

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 10. Valuation Bull Case

Historical PER	2024E	2025E	2026E
당기순이익 (원)	43,953,768,182	73,681,901,000	90,023,169,079
상장주식수 (주)	16,167,058	16,167,058	16,167,058
EPS	2,719	4,558	5,568
PER Valuation	6.9	4.1	3.3
Target PER	8.5	8.5	8.5
Target Price (원)	23,200	38,800	47,400
Current Price (원)	18,640	18,640	18,640
Upside potential (%)	24.5%	108.2%	154.3%

자료: KUVIC 리서치 4팀

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.